

# Sélection de gérants: l'apport de la finance émotionnelle

## Soutenance

8 avril 2014

### **JURY :**

**M.Jorgen-Viting Andersen, CNRS, Chargé de recherche Université Paris I Sorbonne.**

**M. Christian de Boissieu, Professeur Paris I Sorbonne.**

**Mme Marie-Hélène Broihanne, Professeur EM Strasbourg, Université de Strasbourg.**

**M. François Longin, Professeur à l'ESSEC.**

Thèse Philippe Sarica

# Sélection de gérants: l'apport de la finance émotionnelle

**Première Partie** : Sélection de gérants, l'état des lieux

**Deuxième Partie** : L'influence de la psychologie dans les choix des investisseurs, l'apport des outils de la finance émotionnelle.

# Première Partie

## Sélection de gérants, l'état des lieux

- Un état des lieux des méthodes quantitatives théoriques et empiriques de sélection et leurs critiques éventuelles.
- Une revue sommaire des méthodes qualitatives de sélection.
- La réalité vue par les professionnels de la sélection: Enquête auprès des sélectionneurs français.

# Enquête auprès des sélectionneurs français

**30 sociétés actives en multigestion** représentant un total de plus de **82 milliards d'euros (\*)**, dont **42 milliards d'encours Actions**.

**5 investisseurs institutionnels** et **2 consultants**, représentant un total d'actifs gérés ou conseillés de plus de 45 milliards d'euros dont 1,3 milliards en actions.

Les questionnaires ont été soumis soit au **dirigeant**, soit au **responsable du département** soit à un **de ses adjoints** et ce sont eux qui y ont répondu dans plus de **95% des cas**.

Période d'étude préférée: 3 ans.

(\*) Compte tenu des grandes disparités de date auxquelles se rapportent de ces encours, il est difficile de comparer leur agrégation à l'encours du marché fin 2009 (certains ont fourni leurs encours à fin 2008, d'autres celui à fin juin 2009, ce qui en raison des variations de marché peut produire des différences supérieures à 15 %). Mais le panel représente plus de 80% de la multigestion ycomprise celle qui est conseillée.

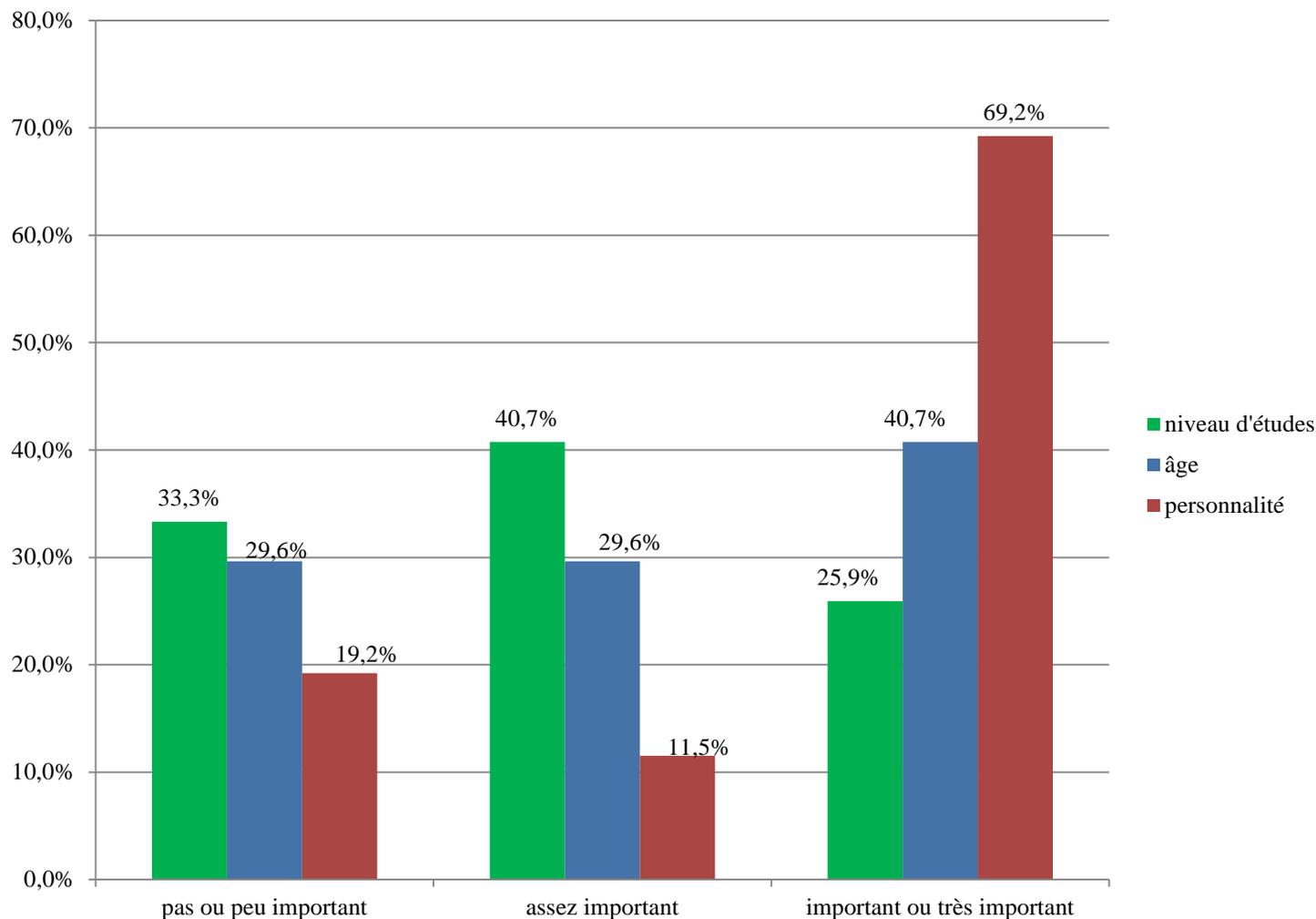
# Enquête auprès des sélectionneurs français

Critères	pas ou peu important	important ou très important
Classement du fonds :	46,81%	36,53%
Volatilité :	29,71%	47,08%
Ratio Sharpe	37,01%	36,49%
Coefficient de corrélation avec le Benchmark :	34,60%	45,20%
<b>Alpha</b>	20,90%	<b>63,79%</b>
<b>Bêta</b>	20,90%	<b>50,89%</b>
<b>Alpha de Jensen</b>	<b>51,79%</b>	32,11%
<b>Ratio de Treynor</b>	<b>63,79%</b>	24,11%
<b>Ratio de Sortino</b>	<b>53,30%</b>	28,20%
Ratio d'information	30,79%	44,30%
<b>Tracking-error</b>	21,80%	<b>55,60%</b>
<b>Coefficient de Hurst :</b>	<b>87,01%</b>	6,40%
Maximum Drawdown	31,07%	41,62%
<b>Pourcentage de périodes positives:</b>	<b>54,99%</b>	32,02%
<b>Pourcentage de période de surperformance par rapport à l'indice :</b>	17,70%	<b>66,29%</b>
Part active (active share) :	38,61%	48,59%
<b>Boite de Styles :</b>	24,11%	<b>54,99%</b>
<b>Nombre de lignes du portefeuille :</b>	16,38%	<b>56,31%</b>
<b>Taux de rotation du portefeuille :</b>	16,38%	<b>61,02%</b>
<b>Concentration du portefeuille</b>	11,30%	<b>72,69%</b>
<b>Frais de gestion :</b>	27,31%	<b>61,21%</b>
<b>Success fees :</b>	20,90%	<b>59,89%</b>

# Enquête auprès des sélectionneurs français

Critères concernant la Société de Gestion	pas ou	assez	important ou
	peu important	important	très important
Taille encours	19,21%	18,27%	33,33%
boutique	31,68%	18,32%	<b>50,00%</b>
Société moyenne	25,03%	16,62%	<b>58,34%</b>
Grande Société	31,68%	26,66%	41,66%
Effectifs totaux	39,76%	24,35%	35,89%
effectifs recherche	17,70%	16,20%	<b>66,10%</b>
effectifs analystes buy-side	19,40%	30,70%	49,91%
effectifs commerciaux	49,91%	30,89%	19,21%
Turn-over des gérants	0,00%	1,69%	<b>98,31%</b>
Turn-over des commerciaux	41,81%	38,61%	19,59%
Expérience moyenne des gérants	0,00%	1,69%	<b>98,31%</b>
expérience moyenne des analystes	9,60%	27,50%	<b>62,90%</b>

# Enquête auprès des sélectionneurs français



# Enquête auprès des sélectionneurs français

Un second questionnaire concernant **l'évaluation de l'importance des compétences émotionnelles** d'un bon gérant selon le modèle de Daniel Goldman et **2 questions ouvertes** demandant les qualités indispensables à un bon gérant et les défauts qu'il devrait éviter.

Ces questionnaires ont été soumis en plus des personnes précédentes à des gérants, des multigérants et d'autres personnalités de la finance.

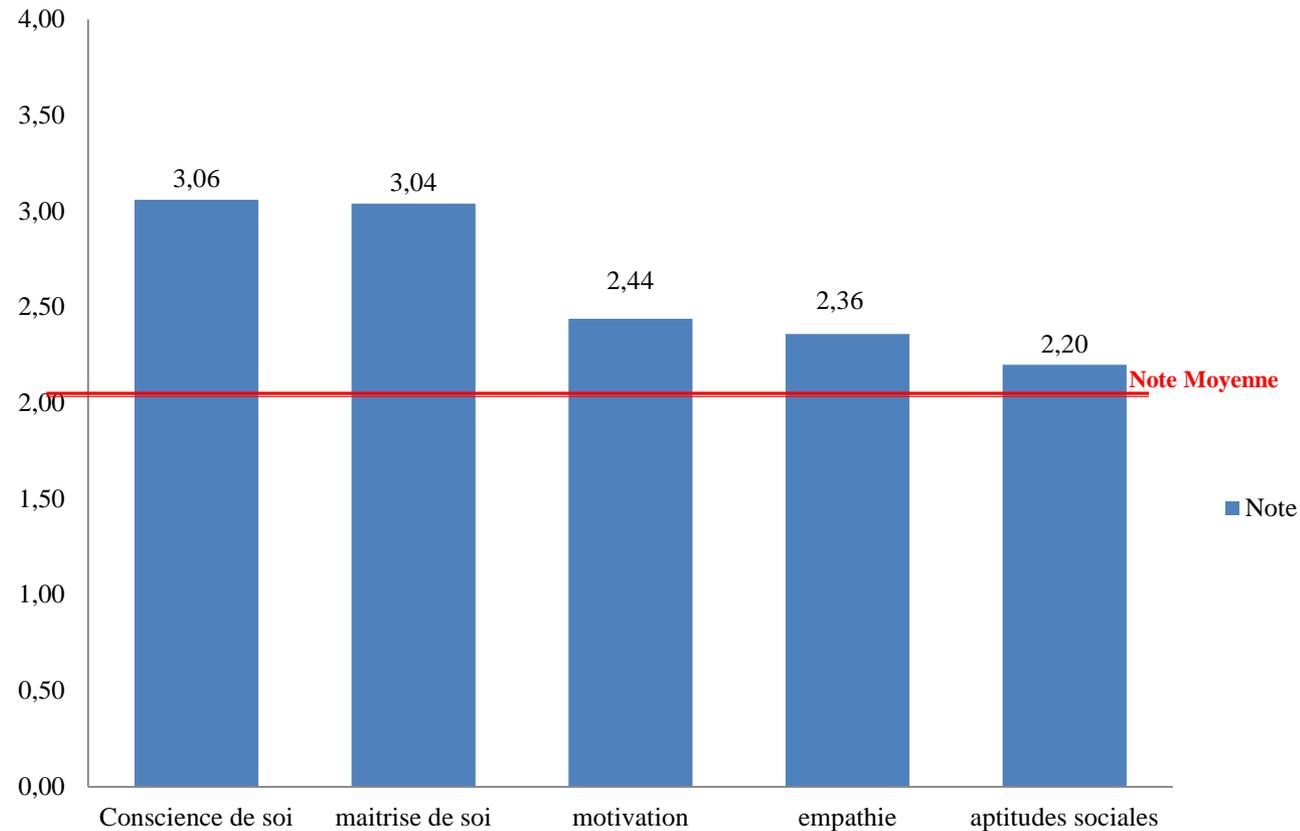
Au total il y a eu **59 réponses** dont seulement **47 étaient exploitables pour les questions ouvertes.**

# Enquête auprès des sélectionneurs français

## Les 10 premières caractéristiques émotionnelles

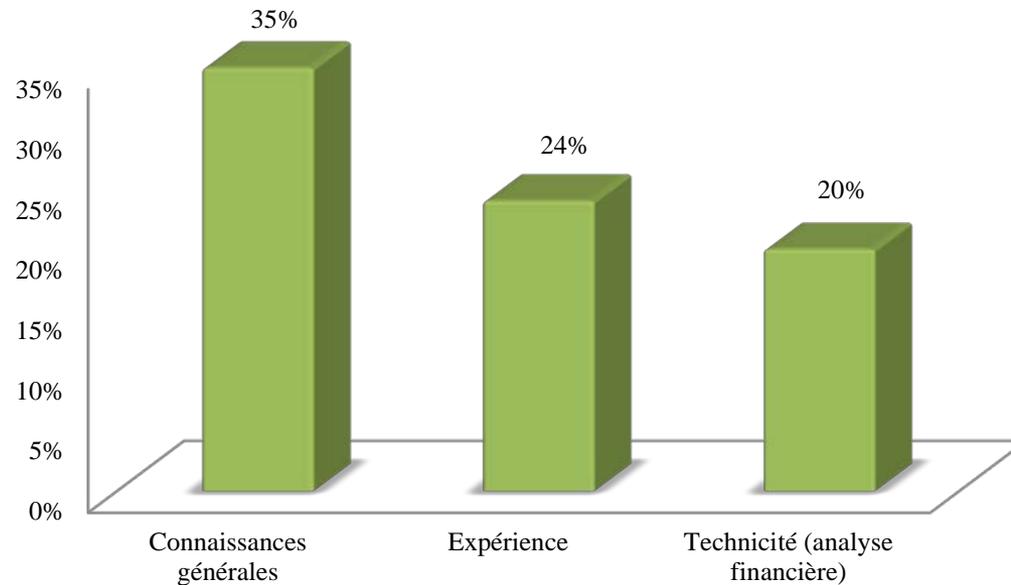
- 1) Savoir s'auto évaluer avec précision (Connaître ses ressources, ses capacités et ses limites intérieures) (90,3%)
- 2) Le self-control (garder la maîtrise des émotions et impulsions perturbatrices) (89,4 %)
- 3) Conscience professionnelle (84,7 %)
- 4) L'exigence de réussite (atteindre ou améliorer un niveau d'excellence) (80,9 %)
- 5) Fiabilité (80,3 %)
- 6) La confiance en soi (72,9 %)
- 7) Reconnaître ses émotions et leurs effets (69,9 %)
- 8) Innovation (68,6 %)
- 9) Adaptabilité (64,0 %)
- 10) Savoir travailler en équipe (créer une synergie en travaillant à des buts communs) (62,8 %)

# Enquête auprès des sélectionneurs français



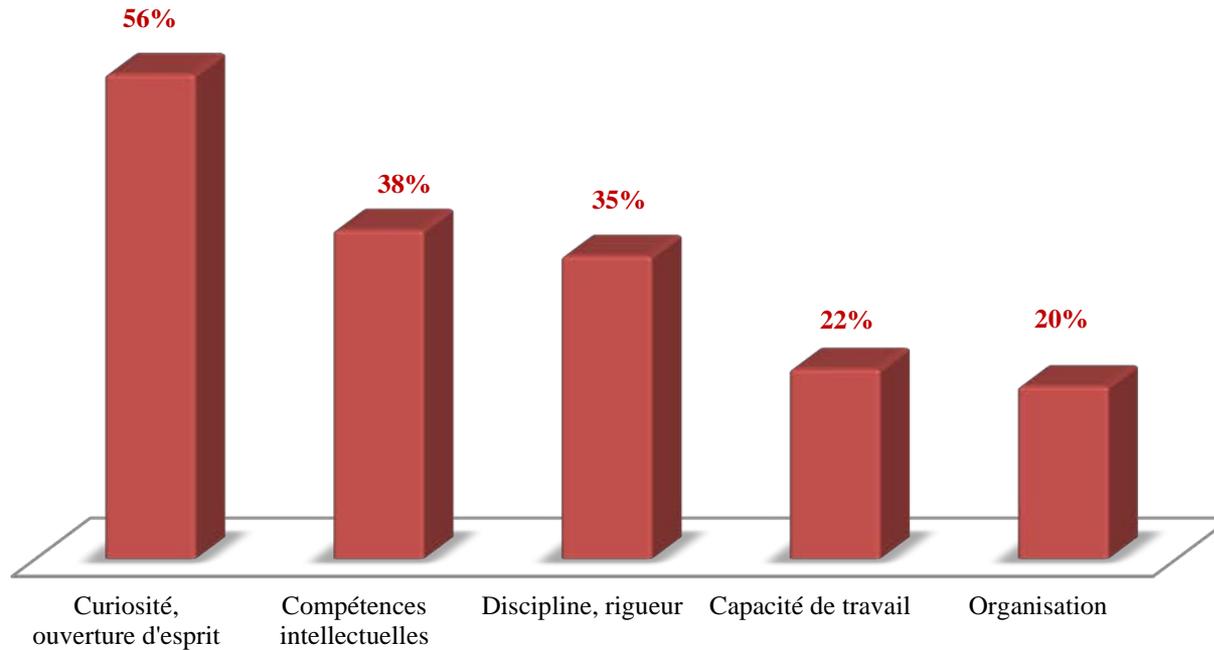
# Enquête auprès des sélectionneurs français

## Compétences Techniques



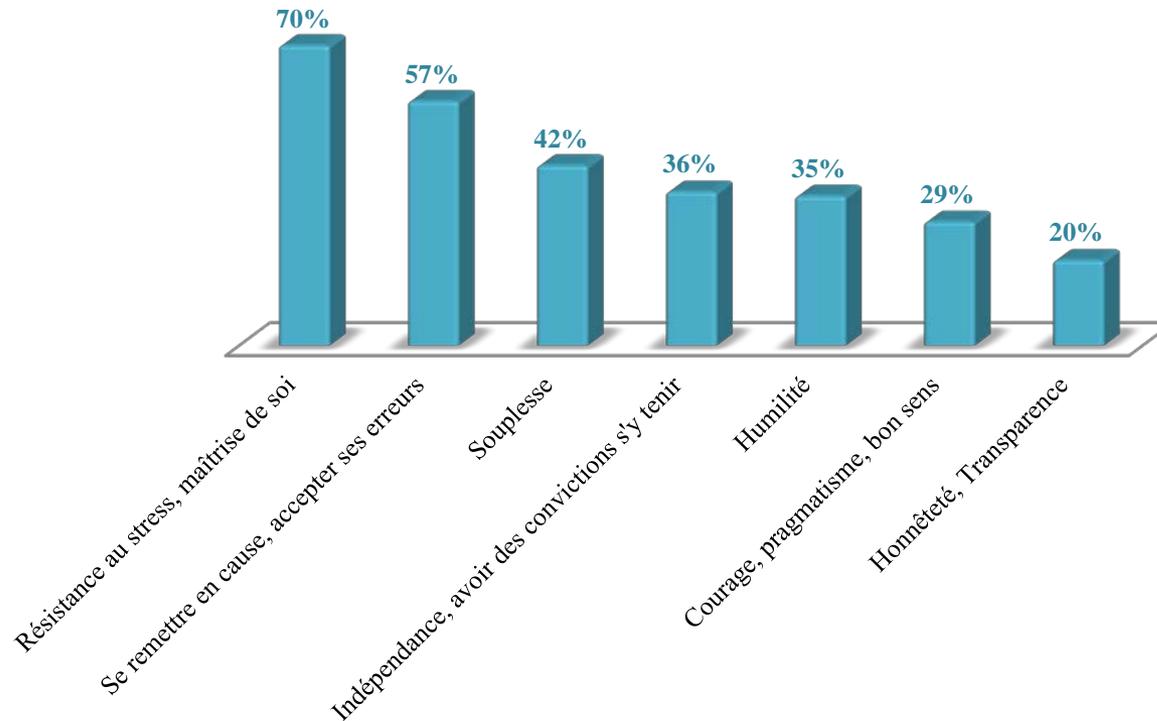
# Enquête auprès des sélectionneurs français

## Compétences cognitives



# Enquête auprès des sélectionneurs français

## Compétences émotionnelles



# Enquête auprès des sélectionneurs français

- Résister au stress, avoir une bonne maîtrise de soi,
- Se remettre en cause en acceptant ses erreurs,
- Être curieux, avoir l'esprit ouvert,
- Adaptabilité, flexibilité,
- Avoir des compétences intellectuelles,
- Être indépendant,
- Avoir de bonnes connaissances en économie, être discipliné,
- Etre rigoureux et humble.

# Deuxième Partie

## L'INFLUENCE DE LA PSYCHOLOGIE DANS LE CHOIX DES INVESTISSEURS, L'APPORT DE LA FINANCE ÉMOTIONNELLE

- La rationalité en question.
- L'importance des émotions, des biais et des heuristiques dans le processus de décision financière.
- Existe-t-il des liens entre Quotient Emotionnel, Personnalité et gestion des portefeuilles d'actions ?
- Les résultats de l'étude.

# Existe-t-il des liens entre Quotient Emotionnel, Personnalité et gestion des portefeuilles d'actions ?

Panel de 30 gérants actions:

- être **francophones**,
- gérer leur fond depuis **trois ans au moins**,
- gérer en priorité des **actions dans la catégorie Actions Europe Générale ou Actions zone Euro**.
- **5 %** de l'univers des gérants possibles, **6,8 %** des gérants Europe et **5,7 %** des gérants zone Euro
- 6 femmes et 24 hommes.

Les gérants ont eu à passer 2 tests:

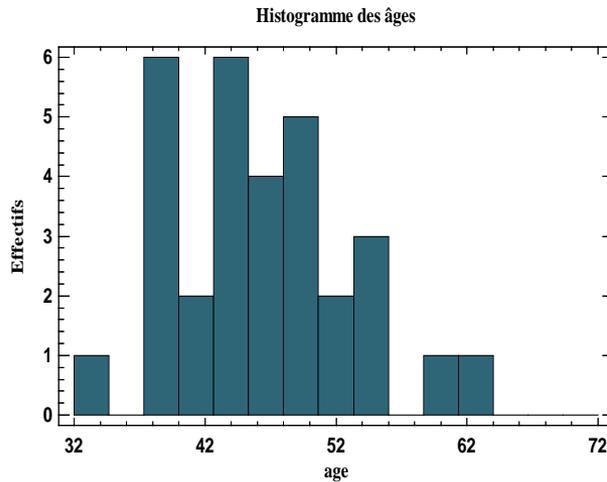
Le test de QE de Bar-on  
Le test de personnalité NEO-PI-R

Ces deux tests reconnus nécessitent une habilitation et le respect d'une charte déontologique stricte .

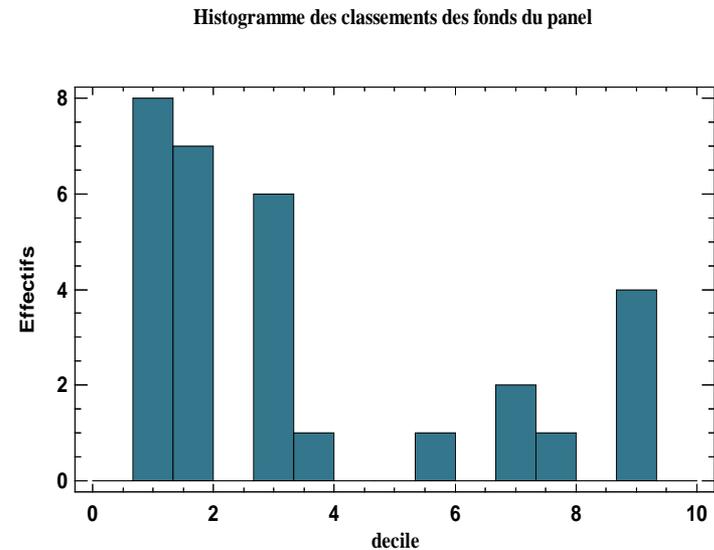
Les tests ont été administrés via un site internet personnel.

# Existe-t-il des liens entre Quotient Emotionnel, Personnalité et gestion des portefeuilles d'actions ?

Âge moyen: 47 ans



Décile moyen: 3,6



# Le test d'intelligence émotionnelle

## Le modèle de Bar-On

Bar-On définit l'intelligence émotionnelle comme « un ensemble de facultés, compétences et aptitudes non cognitives qui influent sur la capacité du sujet de faire face avec succès aux demandes et aux pressions de son environnement »

Composé de 133 items

Une note de QE global, cinq notes d'échelle composite:

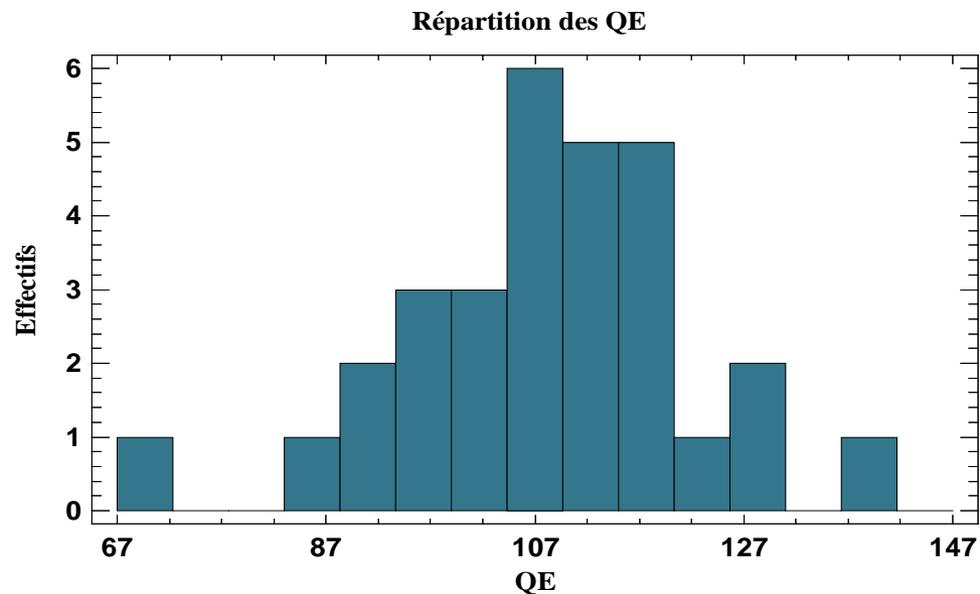
- les composantes Intrapersonnelles ;
- les composantes Interpersonnelles ;
- les composantes d'Adaptabilité ;
- les composantes de Gestion du stress ;
- les composantes d'Humeur générale.

et 15 notes pour les 15 sous-échelles.

Les définitions des différents éléments mesurés ont été détaillés dans la thèse.

# Le test de QE

Le QE moyen du groupe est **108**, avec un écart-type de **14,22**, la médiane est de **109**. Le QE le plus élevé est de 139, le plus faible de 71, représentant une étendue de 68. Les **femmes** ont un **QE moyen (114)** supérieur à celui des **hommes (106)**.



# Le test de Personnalité

## Mesure des traits: « Les cinq Grands » (« Big Five »)

Le test NEO-PI a été révisé en 1990 pour devenir le NEO-PI-R. Il est conçu selon un modèle hiérarchique comprenant cinq domaines :

- Le névrosisme (N)
- L'extraversion (E)
- L'ouverture à l'expérience (O)
- L'agréabilité (A)
- La conscience (C)

et 30 facettes.

Les définitions des différents éléments mesurés ont été détaillés dans la thèse.



# Les tests de Personnalité

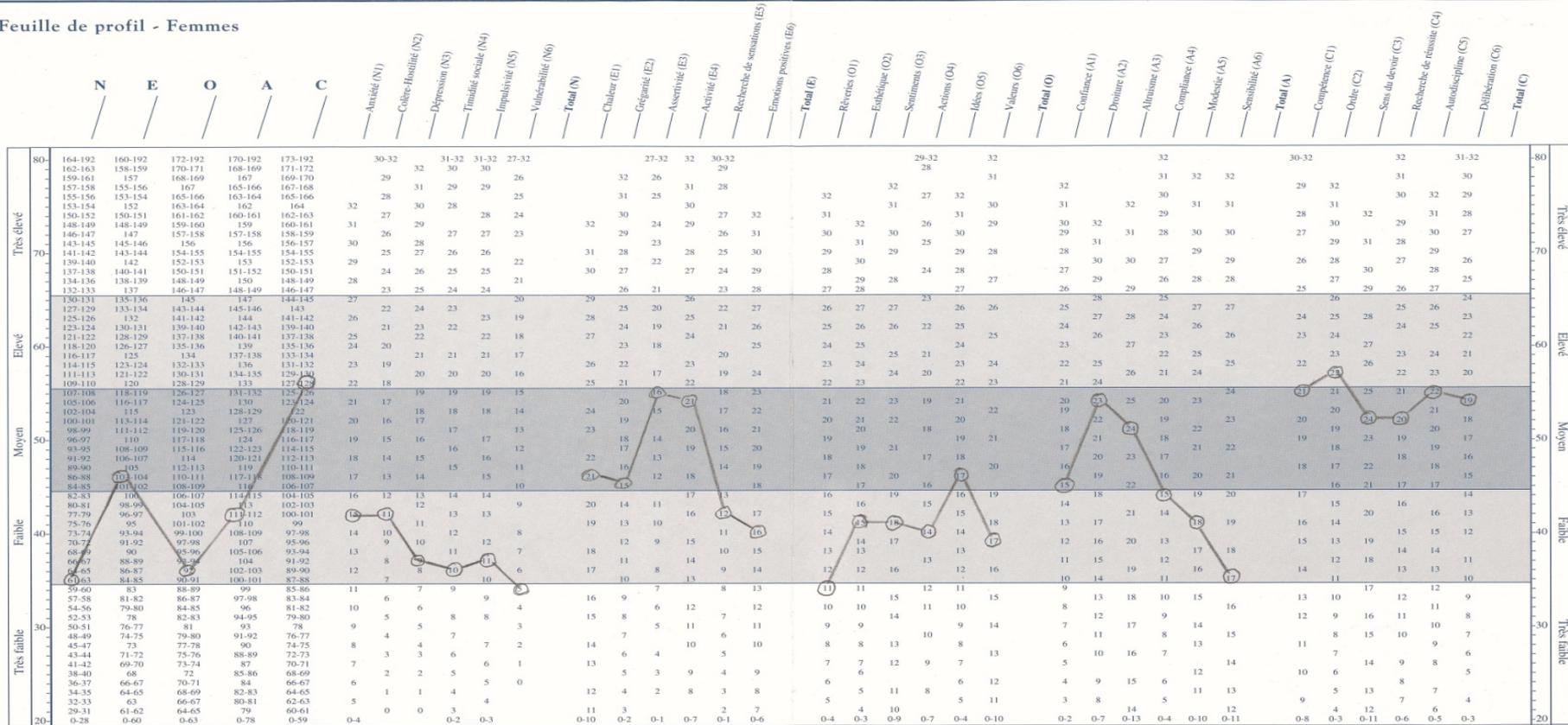
NEO PI-R™

Inventaire de Personnalité-Révisé

Paul T. Costa, Jr., Ph.D. et Robert R. McCrae, Ph.D.

Nom \_\_\_\_\_ Prénom \_\_\_\_\_  
Date \_\_\_\_\_ Sexe \_\_\_\_\_ Age \_\_\_\_\_ Niveau d'études \_\_\_\_\_

Feuille de profil - Femmes



Copyright de la version d'origine © 1970, 1985, 1990, 1992 by Psychological Assessment Resources, Inc. All rights reserved.  
Copyright de la version française © 2007 by les Éditions Hogrefe France. Tous droits réservés.  
www.hogrefe.fr

# Lien entre les tests de QE et les tests de Personnalité pour le panel

La matrice des corrélations linéaires (coefficient de Pearson) montre des liens forts entre les résultats des 2 tests contrairement à ce que prévoit l'auteur du Bar-On.

Variables	N	E	O	A	C
QE	-0,6494	0,3949	0,5153	0,3907	0,5609
intrapersonnelle	-0,4938	0,3573	0,4654	0,2621	0,3436
interpersonnelle	-0,3645	0,2377	0,3898	0,2114	0,537
adaptation tolérance au stress	-0,533	0,3726	0,3795	0,5068	0,4945
humeur générale	-0,7016	0,241	0,4732	0,3476	0,5152
	-0,6081	0,3442	0,3624	0,3213	0,4844
Seuil de 1%					
Seuil de 5%					
Seuil de 10%					

# Les ratios de gestion des Fonds

Calculés sur la période du 29 mai 2009 au 29 mai 2012 (base de données mensuelles)

- le rendement absolu ;
- le rendement relatif à son indice ou à la moyenne de la catégorie ;
- le pourcentage de performances hebdomadaires positives ;
- le pourcentage de performances hebdomadaires au-dessus du benchmark ;
- le classement sur trois ans dans leur catégorie (décile);
- la volatilité ;
- les ratios de Sharpe, Treynor, Jensen, Sortino ;
- l'écart de suivi (Tracking error);
- le ratio d'information ;
- l'Alpha, le bêta;
- l'Alpha de Fama-French ;
- le risque spécifique, systématique ;
- le Maximum drawdown, le Largest drawdown et le Largest drawdown moyen;
- le Downside risk;
- les ratios de Calmar, Sterling, omega, omega-sharpe;
- le coefficient de Hurst;
- le coefficient de Treynor-Mazuy .

# Les résultats globaux

Les matrices de corrélations (coefficient de Pearson) ont été calculées pour les tests eux-mêmes et pour les relations entre les ratios et les résultats des 2 tests.

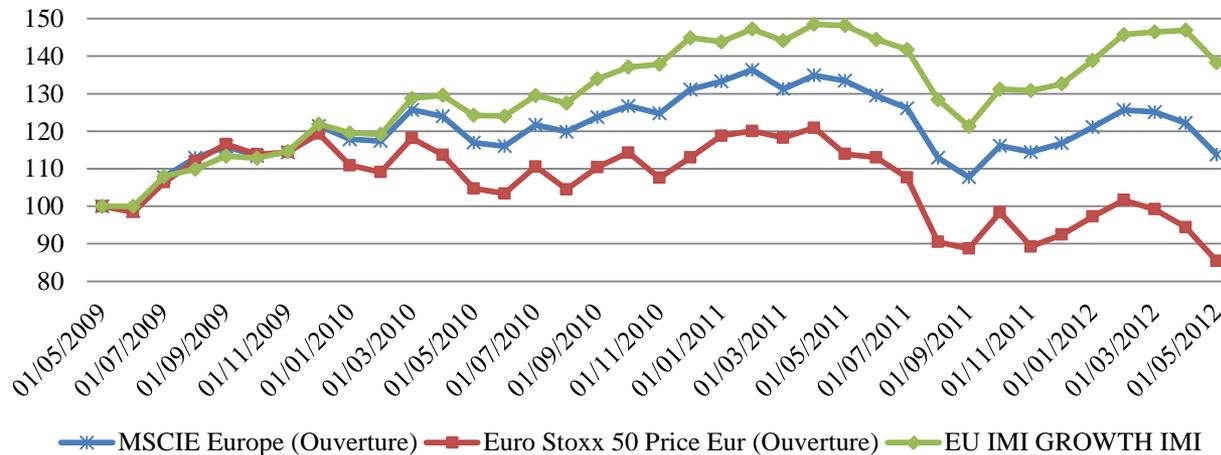
Les corrélations des rangs de Spearman n'apportant pas d'information supplémentaire par rapport aux corrélations simples n'ont pas été présentées.

En outre, l'influence du style de gestion sur la période nous a conduit à ne pas retenir les corrélations obtenues pour la suite de la recherche.

# Les ratios de gestion des Fonds

Sur la période d'étude, l'indice des **valeurs de croissance** (MSCIE Europe IMI GROWTH) a **progressé plus vite** que les **indices généraux**

## Evolution des indices



Introduction dans les calculs de régression d'une **variable de contrôle** concernant le style pratiqué par les différents gérants: « **style croissance** »

# Lien entre les ratios de gestion, le QE et la Personnalité

Performance annualisée	(-) épreuve réal***	(-) Anxiété**	timidité sociale***	emotions positives***			
Alpha	réal de soi**	modestie**	compétence***	(-) autodiscipline***			
décile	(-) optimisme**	(-) sens du devoir***	(-) recherche de réussite**	autodiscipline***			
alpha 3f	timidité sociale***	esthétique**	(-) sentiments**	(-) actions**	compétence**	ordre**	
Ecart-type annualisé	QE**	humeur générale**	épreuve réal**	joie vivre**	(-) N**	(-) timidité sociale***	
Beta	(-) vulnérabilité**						
Correlation	stress**	joie vivre**	compliance**				
Downside Risk	(-) N**	(-) timidité sociale***					
Tracking Error	indpce**	activité***					
Ratio d'Information	contr impuls**						
Ratio de Sharpe	(-) Anxiété***	dépression***					
alpha de Jensen	esthétique***	compétence***	(-) rêveries**				
Ratio de Treynor	emotions positives**						
Ratio de Sortino	(-) indpce**	(-) rel interp**	flexib** (-) rêveries**	(-) Anxiété*** esthétique**	dépression** (-) sens du devoir**	valeurs** (-) délibération**	confiance**
% perf > bench	contr impuls**	timidité sociale**					

# Lien entre les ratios de gestion et le QE

Seule la sous-échelle « **résolution de problèmes** » (c'est la capacité à identifier et définir les problèmes ainsi que de mettre en œuvre les solutions efficaces pour les résoudre) n'a aucune corrélation avec les ratios sélectionnés.

Les sous-échelles intervenant dans le plus grand nombre de ratios sont dans l'ordre :

- **l'affirmation de soi** (capacité à exprimer ses sentiments, ses convictions et ses idées) (7 fois)
- la **réalisation de soi** (aptitude à réaliser ses potentialités) (7 fois),
- **l'indépendance** (4 fois),
- la **flexibilité** (4 fois),
- **la tolérance au stress** (4 fois).
- Le QE global, la conscience émotionnelle, les relations interpersonnelles, le contrôle des impulsions et la joie de vivre interviennent pour leur part dans les corrélations avec trois ratios.

## Lien entre les ratios de gestion et le NEO-PI-R

Dans l'ordre de fréquence, on trouve

- **La timidité sociale** (12 fois). Cette facette mesure des émotions de doute et d'embarras. Les personnes ayant obtenu des notes élevées à cette facette ont une tendance à la culpabilité, à la tristesse, à des sentiments d'impuissance et de solitude. Il faut remarquer que, si cette facette obtient de nombreuses corrélations significatives avec les ratios étudiés, elle représente une note moyenne basse pour notre panel de gérants (11,5), avec un écart-type de 4 et une médiane de 10.
- **L'ouverture à l'esthétique**, (les personnes dont les notes sont élevées sont sensibles à l'art et à la beauté) (12 fois).
- **La compétence** (7fois),
- **l'ouverture aux sentiments** (6 fois),
- **l'anxiété, la dépression, la confiance, l'ordre et l'autodiscipline** (5 fois), puis
- **les émotions positives, l'ouverture aux valeurs, la compliance, la modestie, le sens du devoir et la délibération** (tendance à bien réfléchir avant d'agir) (4 fois).

## Lien entre les ratios de gestion, le QE et la Personnalité

Les gérants ayant une **bonne performance** ont une **anxiété faible**, sont **modestes, compétents, optimistes, ordonnés** et ont un **bon contrôle de leurs impulsions**. Ils ont le **sens du devoir, sont ouverts à l'esthétique**. Leur score à **l'épreuve de réalité est faible**, ils ont une **bonne réalisation de soi** et une **forte timidité sociale**. Ils font preuve de **recherche de réussite**, mais ont une **faible ouverture aux actions**. De manière assez surprenante, leur **score d'autodiscipline est faible**.

Au niveau du risque, les **quotients émotionnels les moins élevés**, qui font preuve d'une **faible humeur générale et d'une faible joie de vivre**, ont des **ratios de risques plus faibles**. La **faible prise de risque** est également liée à un **fort névrosisme**, un **bon contrôle des impulsions**, à des **émotions positives élevées**, à un **faible score d'épreuve de la réalité** et à une **forte timidité sociale**.

Ces résultats synthétiques confirment en partie le profil défini plus haut par les résultats de l'enquête auprès des professionnels de la sélection de gérants.

# Conclusions

Mon travail a permis de **mettre en évidence l'influence des compétences émotionnelles et de la personnalité sur les résultats des gérants professionnels**. A ma connaissance, il est le seul de ce type ayant été réalisé à ce jour pour des gérants francophones.

L'approche de la performance des fonds à partir d'une meilleure connaissance du gérant me semble une voie complémentaire aux méthodes classiques de sélection de fonds.

**J'ai bien conscience qu'il s'agit d'une ébauche qui mériterait d'être approfondie.**

L'**échantillon** que j'ai constitué **n'est pas aléatoire**. Il privilégie les fonds mieux classés au détriment des fonds situés dans les **deux derniers quartiles des classements**.

Il aurait été intéressant de pouvoir réaliser l'étude sur **plusieurs périodes de trois ans** afin de tester la stabilité des résultats.

Le **turn-over** des gérants obligerait pour cela à constituer un échantillon de **40 à 50 personnes**, qui est un objectif difficile compte-tenu du **temps nécessaire à la passation des 2 tests** (90 minutes).

Le test de **Bar-On** devrait être remplacé par un autre test de compétences émotionnelles, mais au moment de la réalisation de mon étude **il était le seul à avoir été étalonné sur une population française**.

# Conclusions

Des voies de recherches futures sont ouvertes :

- **la prise en compte d'autres variables (en particulier celles liées au portefeuille)**, qui ont été très difficiles à obtenir des sociétés de gestion des fonds et qui auraient nécessité davantage de temps pour aboutir ;
- **la réalisation de l'étude sur d'autres périodes de marchés (en appliquant des périodes de trois ans roulées) ;**
- **l'utilisation d'un autre test de mesure des compétences émotionnelles**, permettant de comparer les résultats obtenus à ceux obtenus avec le Bar-On. Il existe aujourd'hui des tests tels que le **Trait-E**, incluant certains traits de personnalité (évitant ainsi la passation de deux tests), ou le **PEC** (Profil de compétences émotionnelles) ne comportant que 50 items, qui sont disponibles en français grâce au travail de l'équipe de l'Université de Louvain.
- La mise en place de **l'utilisation pratique** des résultats.